

·学术专论·

论欧元对国际金融的影响

陈亚温

内容提要: 本文首先分析欧元对国际货币体系的影响, 从欧元的诞生并随之建立一种新的汇率体制, 现行国际货币体系货币集团化的倾向更为加剧, 和国际储备结构发生巨大变化等几个方面展开论述。第二部分论述欧元对欧洲货币市场发展的影响, 指出欧洲货币市场获得了一个千载难逢的发展机遇, 欧元出台必将推进欧洲银行体系的兼并与重组, 最终导致欧洲金融中心格局发生重大的变化。第三部分从国际外汇市场的规模变化、欧元汇率走势分析与预测、外汇市场稳定性三个方面阐述欧元对外汇市场的效应。

关键词: 欧元; 国际金融; 货币市场; 外汇市场

分类号: F5 文献标识码: A 文章编号: 1004—8789(1999)02—0082—88

欧元在 1999 年初如期启动后势必对国际金融产生诸种影响, 这是无可置疑的。至于国际金融的内涵与外延, 尽管学界同仁所见不一, 然而大多数人认为, 欧元诞生所产生的影响至少应涉及到国际货币体系的演进、外汇及汇率问题、国际收支、国际金融市场这几个方面。欧元问世后对欧盟各国及与欧盟经贸关系密切的国家在国际收支方面产生的效应, 留待以后探讨。

本文拟就欧元上市后对国际货币体系、欧洲货币市场、国际外汇市场可能产生的影响进行论述。

一、欧元与国际货币体系

国际货币体系一般包括国际汇率制度、国际储备制度、国际结算制度以及有关的国际法规, 故笔者从下列几点展开论述

欧元对国际货币体系产生的效应。

1、欧元是国际货币体系中空前的币种, 并形成崭新的汇率制度

在国际货币发展史上, 欧元的出现可以说是“空前”的。我们从国际金本位时期论起, 国际金本位又可称为黄金——英镑本位制, 即便在真鼎盛时期(金本位制), 英镑也只是通过黄金的媒介作用, 与奉行国际金本位制的主权国家的货币发生联系, 而不象欧元那样属成员国共有的货币。甚至当时英国的一些殖民地, 也有自己的货币(如印度的卢比)。在国际金本位的中、后期, 即使是奉行金汇兑本位制(又称虚金本位制)的国家, 也只是通过黄金与中心货币维护了特殊关系。在金本位制时期, 黄金、英镑虽然是国际储备资产, 时常在国际交易活动中作为支付、结算工具, 然而民族国家甚至殖民地一般也持有本币,

中心货币无法取代有关国家本币的地位与作用。

本世纪 40 年代诞生的布雷顿森林体系从其兴盛时期直至走向崩溃的 70 年代,先是黄金——美元本位制,继之于牙买加协议之后演化为美元本位制(致力于黄金非货币化),乃至今日的“多元化的国际货币体系”^①,美元及其它各种国际储备货币,从来就无法取代民族国家的本币。当然,有人也许会说,部分西非国家与中非国家除了其本币钉住法郎外,两者均在 80 年代经由西非国家中央银行委员会和中非国家货币混委会发行非洲金融共同体法郎和中非金融合作法郎。然而,上述两种法郎远非欧元可比,理由如下:其一,西非和中非的“法郎”使用范围有限,类似于欧共体时期发行的“埃居”,无法如欧元经过渡期后可取代成员国本币;其二,西非与中非的“法郎”主要是法国对其前殖民地国家操作的工具,而欧元的出现既是欧盟货币一体化的结晶,亦是德、法等国货币权力均衡的产物;其三,鉴于欧元将在 2002 年下半年取代法郎等欧元国的本币,“皮之不存,毛将焉附?”非洲法郎区或者改钉欧元,或者解体,难以找到其它出路;其四,作为发达国家区域经济一体化的欧盟及其成就,这是西非经济共同体和中非经济、关税同盟无法相提并论的。综上所述,欧元是一种崭新、特殊的货币,甚至堪称“前无古人”,欧元的问世确实是世纪之交的伟大变革,是国际金融史上的宏伟创举。

欧元问世后,欧盟的汇率制度也是一种既新颖又特殊的汇制。国际金融史上的汇率制度一般可分为两大类,即固定汇率与浮动汇率制度,目前不少发展中国家仍在奉行的钉住制度。我认为欧盟的汇率制度是介于固定与浮动汇率之间的混合型汇制。至于欧洲货币体系的欧洲汇率机制亦即联合浮动汇制,可属一种特例,“体系”内

部,钉住中心汇率,一般基本固定;对欧洲汇率机制之外的货币,则作共同浮动。

欧元启动前夕,欧洲央行将通过第一汇率机制,锁定欧元与欧元区本币的汇率;并经由第二汇率机制,基本锁定欧元与非欧元国的欧盟成员国(英、丹、瑞、希)本币的汇率。欧元上市流通后,将与欧盟的成员国货币一起,以欧盟之外的货币实行共同浮动。欧元启动后欧盟货币的汇率即便仍称之为联合浮动,也与此前的联合浮动至少有如下差别:参加联合浮动国数目不同,后者是欧盟成员国的全部,而非欧盟的一部分,后者内部的两个汇率机制较欧洲货币体系(EMS)的欧洲汇率机制(ERM)单一机制为多;由钉住欧元取代原先的中心汇率 ECU,而欧元系单一货币,远非前者(ECU)的“复合货币”或“篮子货币”可比,干预欧元汇率由欧洲央行承担,而非原先仅由各成员国央行加以协调。欧元启动后的欧盟汇率机制显然是崭新的。

三年过渡期和半年缓冲期结束后,倘若所有的欧盟成员国均成为欧元区,欧元有可能成为欧盟的唯一货币参加国际汇率制度的主流——管理浮动,成为奉行单独浮动的区域经济组织的单一货币,这无疑是十分崭新的一体化组织的汇制。如果三年半后,欧盟中仍可能有极个别国家的本币未入盟欧元圈,这些欧盟国的货币将可能对欧元实行钉住,随之在外汇市场浮动,这与 EMS 的联合浮动也有区别。

2、欧元的出现势必加剧现行国际货币体系多元化格局的集团倾向

诚然,国内外学术界有人将现行的国际货币体系称之为“无体系的体系”、“牙买

^① 国内外有人将现行的国际货币体系称之为“牙买加体系”,我认为不甚准确,倒是“多元化的国际货币体系”的提法更为符合现行国际货币体系的实际。

加体系”，这两种见解体现了两种极端，前者事实上否认了布雷顿森林体系彻底崩溃后新体系的存在，后者则是承认对布雷顿体系的“修正”，事实上仍承认布雷顿体系的存在，至少是局部存在。只有多元化的国际货币体系的提法才抓住了现行国际货币体系的本质特征。退一步说，撇开三种提法的分歧，事实上均仍在某种程度上肯定多元化系现行国际货币体系的主要特点。

所谓当今国际货币体系的多元化格局主要表现为：汇率制度多样化；国际储备资产多样化；国际收支平衡状况、干预形式多元化；外汇市场的干预手段多样化；现实的“货币圈”及潜在的“货币区”的存在与发展。

欧元出台之后对上述体现国际货币体系多元化格局的各个侧面均会产生程度不一的影响，对汇率制度的多元化、国际收支平衡地位的差异、货币区倾向的蔓延与发展等方面尤甚。这里仅就货币区问题作一点展开。欧洲货币体系的汇率机制、埃居、欧洲货币基金等几方面的做法及成就已初具货币区的内容与特征，而今欧元启动并经过渡期后将取代欧元国的本币，至此欧洲货币区的雏型推进到标准的欧元货币区。2002 年下半年之后，欧元区较之本世纪 30 年代的“英镑区”、“美元区”、“法郎区”在某些方面可谓有过之而无不及。现以英镑区为例，将其与未来的欧元区作一比较分析：(1)英镑区内的各种货币与英镑保持固定汇率，区内各国（包括地区）本币之间基本汇兑自由；1992 至 2002 年下半年，欧元与欧元国本币汇率锁定（亦即固定汇率），此后欧元将取代各国本币成为区内唯一货币；欧元在欧元区内地位远较当年英镑在英镑区内的地位高；(2)英镑在英镑区内一般充当贸易结算的工具；欧元不但是欧元区（指欧元国），其它欧盟国家内部

贸易的结算货币，甚至也是欧盟对盟外国家贸易的主要结算工具；在这点上，欧元比之当年的英镑更具优越性；(3)英镑区内资金流动基本自由，无外汇管制，区内外的资金流动则需管理；欧元区内不但资金自由流动，其它生产要素也自由流动，区内外取消外汇管制；情形虽然不尽相同，然总体而言后者较之前者更具货币区的意味；(4)当年的英镑区要求成员国及地区将部分黄金、美元外汇储备存于英国；而欧元区雏型时期的 EMS 中的“欧洲货币基金”早就要求成员国将其黄金、外汇储备的 20% 存于基金组织，主要用于短期融资，在这点上，今之欧元区比之当年的英镑区毫不逊色；(5)欧元区由欧洲央行统一推行货币政策，并经欧洲委员会等机构推进成员国财政政策的协调及至逐步的趋同，这是当年的英镑区无法比拟的。

欧元区的出现及其发展，必然大大加剧全球的货币集团化趋势，将其推进到一个新阶段。其推进的力量在于：其一，压迫效应。欧元的发动，欧盟货币一体化对其整个经济一体化的推动，欧盟成员国经济的进步，这一切必然对其它区域经济一体化组织产生压力，使其为了在多元化的世界经济及国际货币体系中谋求一席之地，加快原已步出的货币一体化。竞争的压力，必然导致全球各大区你追我赶，最终会相继建立并发展货币集团，以期应付欧元区发展的挑战。北美自由贸易区的发展、亚太经济合作组织的一体化举措，既会推动美元在这一地区乃至全球地位的巩固，又会或迟或早地刺激美元的集团化倾向。另外，虽然近期日本经济不景气，日元汇价呈下降趋势，但日本至今仍不失为第二经济大国，日本经济再度辉煌亦非不可能，日元在东亚以及整个亚洲→亚太地区→全球的国际储备地位也会有机会得以巩固与加强，甚至有朝一日会与美元、欧元形成三足

鼎立之势。再者,非洲、拉美、东南亚的一些区域一体化组织不少在货币一体化方面有某些乃至相当程度的合作,今后有可能发展成一些“准货币区”,有些可能以某一区域经济组织为核心单独存在,有的可能依附于国际货币体系三极世界之中的一“极”。也有的可能自主门户,如东盟就有马哈蒂尔鉴于东南亚货币危机而提出的建立该一体化组织“货币”的主张,虽暂无法实施,然毕竟代表了一种观点、一个方向。其二、示范效应。欧盟货币一体化及其欧元的问世,给全球各地的区域经济组织提供了许多可资借鉴的经验,诸如怎样处理货币先行抑或经济先行的问题、以多种速度及方式推进单一货币和单一央行计划的经验。欧元诞生过程中的步骤与阶段问题、如何协调成员国的宏观经济政策的经验教训等,这一切必然对其它经济组织的货币合作提供了经验、展示了成就,起了示范作用。

3、欧元将使国际储备结构发生巨大变化

自从布雷顿森林体制崩溃之后,国际货币基金组织的成员国的官方储备越来越呈现多样化。截至1997年3月,各国的官方储备约有16.5%以黄金的储备资产,约4%左右为在IMF的储备头寸和特别提款权(SDR),余者79.5%为各种外汇储备^①。将79.5%的官方储备换算为100%的官方外汇储备,其中以美元为最,分别占官方外汇储备的55.7%(1987年)和58.9%(1996年);德国马克次之,占官方外汇储备的13.3%(1987)、13.6%(1996);目前居第三位的是日元,分别占6.9%(1987)和6.0%(1996);眼下属第四位的是ECU,分别占13.6%(1987)和5.9%(1996);列为第五位的是英镑,分别占2.1%(1987)和3.4%(1996);排在第六位的是法郎,分别占0.8%(1987)和1.6%(1996);再往下

是瑞士法郎;列在第八的是荷兰盾;无法分类的货币共占4.6%(1987年)和9.5%(1996年)^②。从以上的IMF的最新数据来分析,可得出如下结论;其一、黄金在官方储备中作为储备资产所占的比重1997及1998年以来,应会呈下降趋势,除欧盟部分国家为实现四项趋同标准而在国际金市抛售黄金资产外,欧盟国家外的央行也有类似的举措;其二,1995年8月以来,尤其是近几个月美元汇价飙升的态势,美元在IMF各成员官方外汇储备中的储备地位应会上升;其三,鉴于目前日本经济持续的不景气和日元汇率连续数年的下降趋势,日元的国际储备地位理应同步下降;其四,基于启动后的欧元可能是较为坚挺货币的估测,在1998年底ECU按1:1兑换欧元之前,ECU的国际储备地位可能会较之1996年底的比重稍稍提高;其五,同样源于欧元登台的原因,以德国马克为代表的部分欧盟货币也可能因此受各国央行的垂青。

欧元启动之后,欧元必然成为各国官方外汇储备资产之一,这一点未有异议。问题的症结是,欧元在国际储备中占多大比重?分析下列几项指标可以看出:首先,现有的5.9—13.6%的ECU将会转为欧元,即由EURO取代ECU;其次,现有的德国马克的13.6%、法郎的1.6%、荷兰盾的0.3%,甚至加上非欧元国英镑的3.4%的国际储备在欧元启动后逐渐被欧元取代,至2002年下半年可基本上由欧元代替;第三,欧元出台会,由于欧元在欧盟内外的国际贸易、国际投资、国际信贷等方面的特殊作用,欧盟国家尤其是首批入盟国的官方外汇储备可据此大为减少,而且减

① 根据IMF《1997年度报告》第157页有关数字计算,由于计算误差问题,几种储备资产总和不到100%。

② 以上数字引自IMF《1997年度报告》。

少的储备资产主要是美元,据估计可能会减少 1,000 亿美元以上的外汇储备,这部分约等于各国官方外汇储备总和的 8.5%。第四,据 OECD 的统计,欧盟国家的 GDP 总和占 OECD 国家 GDP 总值的 38%,其对外贸易(不包括成员国间贸易额)占世界贸易总值的 20%。根据以上几个方面的内容及有关的数据,1999 年 1 月欧元启动伊始,欧元可在当年内实现 20% 左右的国际储备资产地位。随着过渡期的结束,倘若欧元不属于疲软货币,其储备地位可接近 30%;如果欧元 2002 年时尚属坚挺货币,则其储备地位可达 30% 以上乃至 40%,届时可与美元分庭抗礼、平分秋色。而且,笔者认为欧元启动头几年坚挺应是主基调。

二、欧元与欧洲货币市场

1、欧洲货币市场获得了一个千载难逢的发展机遇

所谓的欧洲货币市场系指离岸金融市场,一般是以外资银行为主体、以境外货币为经营主导货币的国际金融市场。离岸金融市场一般可分为隔离型(纽约型)和综合型(伦敦型),前者确实与离岸金融市场的定义基本一致,即由外资银行在指定的区域内经营外币业务。然而档次较高的综合型离岸金融中心除伦敦外,尚有卢森堡、香港等。欧洲货币市场可分为狭义与广义的市场,狭义的系指滞留在欧洲各大金融中心的境外货币。尤以美元为主,广义的欧洲货币市场已超脱地域的概念,而泛指全球各大离岸金融中心的境外货币。欧元出台后,无论是狭义的抑或广义的欧洲货币市场均可在广度与深度上得以发展。

首先,增加了经营币种欧元,使欧洲货币市场的币种构成更呈多样化,可能因此扩大市场的规模。一般估计,欧洲货币市

场约可达 5 万亿美元的净资产,以往大多认为美元可达其中的 80% 以上的经营币种,所以欧洲美元市场往往可作为欧洲货币市场的近似概念,近年来,伴随各国官方外汇储备的多元化发展趋势,欧洲美元在欧洲货币市场的地位亦相应呈下降趋势。而今,欧元上市后可达 20% 乃至 30—40% 的官方外汇储备地位。由于欧洲货币市场的经营主体是各国的央行、国际金融组织、国际大银行、巨型跨国公司等,而上述各营运者大多持有占总资产 30% 左右的欧元,这不仅可取代欧洲货币市场上部分美元、全部 ECU、部分欧洲国家本币的市场地位,甚至能因此推进欧洲货币市场的扩张。

其次,可能引发新一轮金融创新活动。以广义的欧洲货币市场为中心的金融创新活动始自本世纪 60 年代,70 年代得到发展,80 年代至今进入高潮。从微观方面看,在 market 需求的强烈驱动下国际金融业推出了多种适应风险管理需求的创新工具,尤以互换、期权、远期利率协议和票据等金融衍生工具最具代表性。就宏观方面透视,主要呈现为三大趋势,即融资证券化趋势亦即融资非中介化、银行资产负债表外业务相对于传统业务迅速扩展和金融业发展呈现出的全球一体化趋势。欧元出现后,其作为欧洲货币市场的新货币,必然成为银团贷款、发行国际债券和票据,从事远期、期权、掉期、套期、择期、利率互换等金融衍生业务的工具,因而促进欧洲货币市场向纵深方向发展,并可能由此发动新一轮金融创新活动。

2、欧洲银行体系可能会出现兼并、重组的高潮

90 年代以来国际金融界的一个重大特点是银行破产与银行兼并相伴而行,如 90 年代初期有香港汇丰迁册英国且与英原四大银行之一的米德兰银行的合并,曾居 1996 年国际大银行的榜首。日本银行

巨头三菱银行与东京银行组成东京三菱银行，一度成为全球第一银行。继之，有日本大和与德友银行宣布的合并计划，兼并后的新银行资产额等指标可超过东京三菱银行。1997 年有瑞士首家大银行——瑞士联合银行与瑞士第三大的瑞士银行的合并计划，合并后资产总额可达 6,000 亿美元，堪与东京三菱银行相提并论。更有甚者，美国花旗银行 1998 年确定与美国旅行者集团公司的兼并计划。以上所列仅为银行兼并的重大事件，一般的兼并或破产事件可谓不胜枚举。上述银行兼并的根本原因在于银行经营的困境和国际金融市场竞争的需要。

欧洲银行如上所述的英国、瑞士银行的资产重组事件与全球一样屡屡发生，其动因也与竞争有关。欧元进入流通之后，也同样会因欧元新业务的经营加剧了竞争的局势，金融竞争会引发一些银行因在竞争中处于不利地位更陷入被兼并的境地，另一些银行则为在竞争中处于不败之地而必须经由资产重组以增强实力。当三年过渡期之后，欧元国的本币完全被欧元取代之际，欧元国范围内的银行竞争从而导致兼并将会更为激化。在欧盟国家的流动更为自由，货币与资本市场的进一步发展，以欧元为标价货币的金融业务的拓展，更会使欧盟国乃至欧洲银行业的兼并推向一个新高潮。

3、欧洲金融中心的格局可能发生变化

欧洲各大国际金融中心一向以“众星捧月”的格局而著称：以伦敦为中心辅之以巴黎、法兰克福、苏黎世、卢森堡、布鲁塞尔等次级中心。这种欧洲国际金融格局已保持多年，并因此构成世界第一大国际金融中心的整体金融实力地位。

国际金融中心一般可分为两大类，一类是实际中心，如伦敦、纽约、东京；一类是名义中心（又称招牌中心、外壳中心），如加

勒比地区。前者一般应接受工业发达等经济实力的强力辐射，后者一般应具自由港的地位。伦敦的国际金融中心之所以一直雄踞全球国际金融中心的榜首，原因是历史上得益于当年大英帝国的雄风以及宽松的金融环境，今日伦敦首屈一指的国际金融中心地位则得益于欧盟国家乃至整个欧洲总体经济、金融实力的幅射。

欧元启动后，欧洲原先的国际金融中心的格局可能会打破，可能形成二元化的国际金融中心格局，或者是三极化（伦敦、法兰克福、巴黎）的多中心格局。明显的事实是，伦敦的第一中心地位会相对下降，而法兰克福、巴黎的国际金融中心地位则会相对上升，后者暂无法取代前者，但金融中心地位的变化会靠近甚至“平起平坐”。原因有三：其一、法兰克福是欧洲央行所在地，堪称欧元中心，2002 年下半年起，现任法央行行长可能取代荷兰的杜伊森贝赫任欧洲央行行长，法国及巴黎可由此获利；其二、英国未成为首批欧元区国家，当然不利于英国及其在伦敦的国际银行的业务拓展；其三、德、法在欧盟尤其在欧洲货币联盟的主流地位有利于法兰克福和巴黎的发展，而英国则不然。

三、欧元与国际外汇市场及汇率走势

1、外汇市场的规模可获得扩张和推进力量

这里所言之外汇市场系指国际外汇市场，有别于一般的国内外汇市场，目前国际外汇市场的日交易量平均达 1.2 万亿美元，欧元出台后会推进其扩张的力量。推进的因素主要有：（1）欧元是各国央行官方外汇储备数一数二的币种，央行在外汇市场运作时必然将其作为主要交易货币；（2）欧元是各大跨国公司、各大跨国银行的储备资产形式之一，它们在外汇市场的交易

活动因欧元币种的新增而扩张;(3)欧元也将是 IMF、WB 以及各大洲开发银行、国际清算银行等的债权、债务标价货币,由此也可增大外汇市场的交易规模;(4)欧元亦是国际贸易、国际信贷、国际投资的结算货币和支付工具,国际经济关系的发展和欧元的启动,亦可能推动外汇市场规模的扩大;(5)各种金融衍生商品因以欧元为标价货币而使外汇市场的欧元交易业务增加,从而推动外汇市场的扩张。

2、欧元汇率走势分析

要分析欧元的汇率,首先看可能推动欧元坚挺的因素,继之再分析可能使欧元变软的因素。推动欧元坚挺的因素包括:(1)欧元启动前夕,按 1:1 由 ECU 转换成 EURO,故 ECU 的稳定性可传递给 EURO;(2)欧盟国家近年大多经济状况不错,可实现低通胀、高增长,只是失业率偏高,但一些国家近来有所缓解;(3)欧洲央行基本上按德国央行的传统政策进行货币政策调控,以保卫欧元为首要目标;(4)欧元的催生包含着相当部分的政治因素,欧洲政治家不允许其“最大赌注”以疲软的形象呈现在世人之前;(5)欧元刚进入流通时,必因需求旺盛而将其逼高。而可能使欧元变软的因素包括:(1)马约执行结果不够理想;(2)四项趋同标准掌握不甚严格;(3)以德、法为代表的成员国间的矛盾性;(4)成员间经济条件的不一致性给宏观调控带来了困难;(5)货币政策的统一性(由欧洲央行推行)和财政政策的不一致性(由各国政府推行)。鉴于上述诸因素对欧元汇率走势的不同影响,可以导出的结论是:(1)欧元可能是一种较硬的货币,坚挺的推动因素较之致软因素居于主导地位;(2)欧元启动初期,坚挺性可能占上风,经过一段时期的流通后,可能出现价格回归,以均衡汇率的货币显现于外汇市场,可能一段时间略显疲软。

3、欧元对外汇市场稳定性的双重效应

欧元出现后对国际外汇市场及汇率稳定性应会有双重的影响,权衡利弊,良性效应应会大于不良效应。其有助于汇市稳定性一面的原因主要是:(1)欧元启动后,欧元区使用欧元,即使非欧元国的欧盟国家亦会有限使用欧元。欧元对欧盟国家本币的局部替代和逐步取代当然大为有利汇市的稳定,一般不会出现如 1992 年、1993 年那样的欧洲金融风暴,其时外汇投机势力大肆炒作,对欧盟成员国的弱币各个击破,统一的欧元增大了连锁性和一致性,对欧洲乃至全球汇市的稳定有助。(2)由统一的欧洲中央银行及其在各欧元国的欧洲央行分支机构(即原各国的中央银行)干预外汇市场,较之以往各国央行或者各自为政,或者协调性不够的干预,成效肯定颇为显著。这不仅能做到齐心协力,而且干预市场的能力也大为增强。

当然,欧元问世之后,对外汇市场也可能有不稳定的潜在因素。其因盖源于欧元初期因需求过旺,可能出现超过均衡汇率的虚假上浮。尔后由于价值的回归,真实汇价的再现导致急剧的下浮,这样可能使汇市产生动荡的趋势。欧盟国家在执行趋同标准时不甚严格,如德、法、意等采用出售国家资产减少赤字和重新评估央行资产的做法来推进欧元建设,欧元上市的需求高潮过后恐难于如人们预期的那样坚挺。若此,欧元启动之后也隐含着对汇市不稳定的因素。然而,两种不同效应相比较,笔者认为主导面应是欧元更为有利汇市的稳定。

作者简介:陈亚温(1944 年—),现任厦门大学经济系教授、博导。

通讯地址:361005 厦门大学经济系世经室

收稿日期:1998—08—15

责任编辑:张 敏